

大国 金融崛起



国际挑战与本土策略

上海金融与法律研究院 著



SIFL
INSTITUTE

上海金融与法律研究院丛书

上海金融与法律研究院

大国 金融崛起



国际挑战与本土策略

上海金融与法律研究院 著

 上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

大国金融崛起:国际挑战与本土策略/上海金融与法律研究院
院著. —上海:上海三联书店, 2013. 11

(上海金融与法律研究院丛书)

ISBN 978-7-5426-4312-4

I. ①大… II. ①上… III. ①金融业—研究—中国
IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2013)第 175856 号

大国金融崛起:国际挑战与本土策略

著 者 / 上海金融与法律研究院

责任编辑 / 王美红

装帧设计 / 豫 苏

监 制 / 李 敏

责任校对 / 张大伟 殷亚平

出版发行 / 上海三联书店

(201199)中国上海市都市路 4855 号 2 座 10 楼

网 址 / www.sjpc1932.com

邮购电话 / 021-24175971

印 刷 / 上海展强印刷有限公司

版 次 / 2013 年 11 月第 1 版

印 次 / 2013 年 11 月第 1 次印刷

开 本 / 640×960 1/16

字 数 / 360 千字

印 张 / 24

书 号 / ISBN 978-7-5426-4312-4/F·649

定 价 / 58.00 元

敬启读者,如发现本书有印装质量问题,请与印刷厂联系 021-66510725

序 言

2012 年英国《银行家》杂志如期发布了 2012 年度全球千家大银行排名(The Banker's Top 1000 World Banks Ranking for 2012)。从区域上看,2011 年欧洲银行业遭受欧债危机重创,税前利润骤减;美国银行业持续复苏,表现中庸;而中国银行业成为盈利高地,2011 年中国共 103 家上榜银行,实现税前利润 2063 亿美元,利润占全球千家大银行总额的 29.4%,高出美国近 11 个百分点、高出日本近 21 个百分点。工行、建行与中行占据世界最盈利银行(税前利润)前三名。

银行业的繁荣只是中国金融崛起的冰山一角。2007 年肇始的全球金融危机至今,欧美等国深陷债务危机、财政悬崖,复苏乏力;反观中国,推四万亿抗衰退、维持金融部门信用国家化等政策,至始至终都呈现“风景这边独好”。大国金融战略亦逐渐进入决策者视线,以金融战略为题的著作、论文屡见不鲜。

但中国是大国不假,却非金融大国、也非金融强国。那如何实现中国的大国金融崛起?这涉及两个层面的问题:第一,中国作为一个整体在国际金融市场的角色定位,包括在 IMF 改革、国际储备货币多极化、以及人民币汇率等问题上,应该采取何种策略的问题;第二,中国金融体系如何改革以应对这一角色,包括中国对内各个层面的改革,如更加灵活的人民币利率制度,推动银行改革让银行真正自主经营,建设国际金融中心以及在更加宏观和长期的层面挖掘非正式制度的对金融改革

的作用等。这构成了上海金融与法律研究院近几年关注的主要问题，本书即是其中的部分成果，此前都曾在本院的内部刊物《陆家嘴评论》中刊发过。

中国在全球金融体系中的角色如何定位，其无法回避的时代背景是2007年以来的金融危机，它深刻影响了全球金融格局，也使得大众对资产证券化乃至整个金融体系充满了怀疑。这次由美国“次贷危机”起头的全球性金融危机，对中国而言，有一种反应值得关注。由于欧美陷入危机，而中国因大规模刺激经济成为在危机中表现最为抢眼的经济体之一，所以不少国人认为中国是时候站出来“拯救全世界”了。国外也不乏赞誉之声，包括“中美国”、“G2”这样的高帽也戴在了中国头上。那么到底应该怎么看待这个问题呢？在国际金融新秩序里，中国如何认清自己的位置？

在《全球金融危机背景下的国际货币体系改革》一文中，我们解释了为什么单极美元体系会造成国际金融失衡，并演化成国际金融危机。在应对危机时，IMF自身的问题和跨国金融监管的困难又如何加重了危机的程度。要消除危机，除了改革IMF机构本身以及增强各国在跨国金融监管方面的合作之外，国际多边货币合作也是必要的政策选项。当然，国际金融新秩序的关键在于国际货币体系的改革，除了美元作为储备货币之外，超主权货币以及储备货币多极化（包括美元、欧元和亚洲货币在内）将比美元作为单一储备货币更能抵御风险。《国际金融新秩序下的策略选择：超主权储备货币与IMF改革》重点解读了中国央行行长周小川提出的超主权货币，并着重解释了中国在目前的国际金融秩序中，尤其是在IMF改革中，应该采用何种策略的问题。

就具体问题来看，不管是从国际层面而言，还是从国内经济发展的实际出发，人民币的重要地位日益凸显，作为双边或区域性结算货币也被越来越多的贸易伙伴国所接受。但如果要作为国际储备货币，应对在国际金融新秩序中所遇到的挑战，汇率制度改革恐怕是绕不过去的。与通常

认为的中美贸易失衡是因为人民币被低估不同,《全球经济失衡和汇率政策》指出经常项目盈余反映的其实是中国经济的结构性扭曲,制度改革应该朝这个方向入手。当然这绝不意味着推动更加灵活的汇率制度是不必要的,因为更灵活的汇率制度可帮助中国维持货币政策的有效性,也有助于中国无需继续采用目前严格的国际资本流动限制,从而增加资本市场的效率。在人民币作为跨境结算货币进行流通时,《人民币跨境流通渠道宜分三类进行管理》认为不同流通渠道对国内经济的影响迥异,所以应该采用分类管理的思路,包括出口贸易与人民币 ODI、进口贸易、FDI 及 QDII,以及境内机构在香港发人民币债、境内机构从境外获得人民币贷款、允许境外机构投资境内银行间债券以及人民币 QFII。

中国金融体系的痼疾要数利率管制。利率作为最核心的要素——资金——的价格,一直以来都受到严格的管制。《中国利率市场化:知不易行更难》解释了何以目前中国的利率管制是不利于金融发展的,因为目前的利率管制的后果是帮助维护了国有企业和大银行的利益,导致金融深化不足,中小企业难以获得金融资源又触发了非正规金融的兴起,而这又反过头来冲击了金融市场的秩序,加大了宏观调控的难度。这种管制是中国面临诸多困境的结果,如经济结构失衡、资产价格泡沫、投资过热、收入分配差距拉大、国进民退等。也正是因为利率市场化的进展缓慢,致使政府在改善这些困境时,功效甚微,利率管制已经成为长期经济可持续增长最危险的敌人。中国应该如何完成利率自由化?《利率市场化的国际经验及启示》以英国、法国、德国和澳大利亚为研究对象,考察这些国家实行利率市场化改革的背景、过程及改革后经济金融运行情况的变化,为中国的相关改革提供了可以借鉴和参考的地方。2012年9月央行联合三会等部门发布的《金融十二五规划》明确了利率价格自由化的诸多事项,我们有幸可以在未来几年内见证这一历史进程。

金融全局的改革错综复杂,金融市场的深化亦是荆棘遍地,与美国的金融化“过度”不同,中国金融市场面临的金融化的“不足”,亦即金融产品

的丰富程度与证券化的程度。这体现在中国债券市场产品品种相对单调、资产的证券化不足(或根本没有证券化),更缺乏独立的评级机构为金融市场提供风险指引。《信贷资产证券化:遭到误读的金融工具》首先解释了到底什么是资产证券化以及资产证券化到底是“有毒的”金融技术还是可以化解我国金融困局的良药?总体而言,与前述类似,作为金融技术的资产证券化的确需要恰当使用,但这并不意味着金融危机是资产证券化本身之祸。《“垃圾债券”并不垃圾:鸟瞰美国高收益债券市场》仍以“垃圾债券”为例,解释了高风险高收益的金融产品有其合理性,所以在资产证券化问题上,我们不能因噎废食,而是可以发掘出一套符合中国情况的资产证券化方案。只不过,这一资产证券化的方案,需要一系列配套制度,包括法律监管。其中一个至关重要的问题是理性对待评级公司。在金融危机过程中,评级机构本身的信用遭到质疑,《如何评价信用评级机构?》指出解决评级机构的信任危机,将是资产证券化道路上的一个重要环节。

金融市场要发挥资源配置与宏观调控的作用,从根本上来还要看金融监管机构与金融机构的改革,在中国,核心便是中央银行和国有银行改革。《央票何处去?》对央行利用央行票据来调节流动性表示了担忧。作为一种公开市场操作工具,央票发行将对货币供应量产生影响。但央票的问题在于央行一方面要通过央票来回收流动性,另一方面由于央票发行影响利率波动,而且央票的冲销成本也很高,如果作为货币政策的一种长期工具,反而对市场造成不利影响。央票应当被看作是现实局限的无奈之举,需要尽快思考退出策略。而对国有股份制银行的改革来说,其实不仅仅是单一银行的改革,而是应该从更宏观的角度来考虑。《银行改革:一项未完成的设计》回顾了银行改革以来的得失,指出银行改革不能孤立于整个金融体制改革而存在,也不可能独立于国企改革而单独存在,其成功与否更需要其他金融体制的改革来配套,也需要整体国企改革进程来推动,而其中的关键是将银行变成自主经营性企业,而不是国家金融

和财政手段随时可以动用的工具。

回过头来,所有的金融改革仍然聚焦于中国的大国的金融战略,但它的实现既非高楼大厦,也非金融机构林立,更多体现在金融软实力与国际金融中心的地位。《金融和商业中的法律角色》讨论了法律在金融和商业运行中的角色。与通常的观点有所不同,我们认为在法律不完善、执行也不力的中国,经济之所以取得了巨大的发展,是因为中国的非正式制度有效保证了合约的执行,这与美国等成熟商业社会中以法律为正式制度来保证合约执行的方式是不同的。而法律机制和非法律机制的并存,不仅有助于它们之间的竞争,而且也会有助于法律体系的完善,因为此时法律制度就不大容易为利益集团所控制,同时也更容易适应环境的变化。

当然,对于上海要建设国际金融中心而言,更缺乏的是法律机制,历史上重要国际金融中心的发展固然伴随着大国的崛起,但并非依靠政府的力量就可以独力完成,以法治为基础的市场经济等制度也是金融中心崛起的不可或缺的因素。以伦敦金融城的经验对照上海,结合上海金融与法律研究院历年来关于上海建设国际金融中心的研究,《陆家嘴,下一个金融城?》指出上海离国际金融中心的路还很长。

目 录

序言	1
----	---

第一章 国际金融新秩序

全球金融危机背景下的国际货币体系改革	张 明	3
国际金融新秩序下的策略选择		
——超主权储备货币与 IMF 改革	李华芳	46

第二章 宏观经济与金融全局

全球经济失衡和汇率政策	王 健	61
人民币跨境流通渠道宜分三类进行管理	徐奇渊 何 帆	88
中国利率市场化		
——知不易行更难	聂日明	108
利率市场化的国际经验及启示	祝红梅	147

第三章 深化金融市场

“垃圾债券”并不垃圾		
——鸟瞰美国高收益债券市场	王 闻	167

信贷资产证券化

——遭到误读的金融工具

王 闻 195

如何评价信用评级机构？

王 闻 林加力 225

第四章 货币政策工具与银行改革

央票何处去？

——对作为货币政策中介工具的央票的分析

聂日明 龚 于 251

银行改革

——一项未完成的设计

聂日明 龚 于 277

第五章 法律能为金融提供什么

金融和商业中的法律角色

Franklin Allen 钱 军 315

陆家嘴，下一个金融城？

聂日明 335

第一章 国际金融新秩序

全球金融危机背景下的国际货币体系改革

张 明

一、危机爆发前的国际货币金融体系

1. 美元本位制:单极信用储备货币体系

自布雷顿森林体系崩溃后,国际货币体系进入了浮动汇率时期。这一时期内的国际货币体系被称为牙买加体系(Jamaica System),该体系也被称为美元本位制(Dollar Standard)。

在美元本位制下,美元是全球最重要的国际储备货币,行使着全球计价尺度、交易媒介与价值储存的功能。尽管欧元、英镑、日元等发达国家货币也或多或少地扮演着国际货币的角色,但与美元相比,其他国际货币的重要性不免相形见绌。根据 IMF COEFR(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves)数据库相关数据的计算,在 2008 年年底全球外汇储备的币种构成中,美元约占 64%,而欧元、英镑、日元各占 27%、4%与 3%。因此,当前的美元本位制事实上是一种单极储备货币体系。

与金本位制或布雷顿森林体系相比,美元本位制的最大特征是一种信用储备货币(Fiat Money)体系。在金本位制下,各国货币以固定比价与黄金挂钩,货币能够按照该比价与黄金自由兑换。在布雷顿森林体系

下,黄金以固定比价与美元挂钩,美元再以固定比价与其他各国货币挂钩,美元能够按照该比价与黄金自由兑换。而在美元本位制下,美元币值不再与任何贵金属或者实体商品篮子挂钩。各国投资者之所以愿意使用美元,是对美元币值的稳定性具有信心。美元币值的稳定性一方面与美联储实施反通货膨胀货币政策的声誉有关,另一方面与美国经济的活力以及美国强大的政治军事实力有关。金本位制与布雷顿森林体系对国际储备货币的发行是有硬性约束的:一种储备货币的发行规模与该国货币当局拥有的黄金储量挂钩。布雷顿森林体系崩溃的根源恰恰在于美国国际收支逆差造成美元黄金比率的上升,从而损害了外国投资者对于美联储能够维持美元以固定比价兑换黄金的信心,最终引发的兑换浪潮迫使尼克松政府关闭黄金窗口。而在美元本位制下,对美元发行数量并没有任何硬性约束。各国投资者对美元币值的信心取决于他们对美国货币政策的信心,即美联储会竭尽全力避免国内发生显著的通货膨胀。

美元本位制是一种中心—外围式的国际货币体系。美国处于该体系的中心,广大新兴市场国家与发展中国家处于该体系的外围。由于外围国家的本国货币不能用于国际支付,外围国家必须通过出口商品与服务、或者吸引中心国家的投资来获得美元。反过来,美国可以通过购买商品与服务(即通过经常账户赤字)的方式输出美元,或者通过对外围国家的直接投资或证券投资(即通过资本账户赤字)的方式输出美元。然而,由于美国金融市场是全球最大最宽最深的金融市场,该市场承担了为金融市场欠发达国家进行资金媒介与融通的功能,这就意味着美国将存在持续的资本账户盈余、而非资本账户赤字。因此,在美元本位制下美国主要通过经常账户赤字来输出美元。如图 1 所示,美国出现持续的经常账户赤字其实是 1980 年代以来的事情。在 1982 年至 2008 年这 27 年间,除 1991 年外,其他年份美国均存在经常账户赤字。在 1992 年至 2007 年间,赤字规模不断扩大。

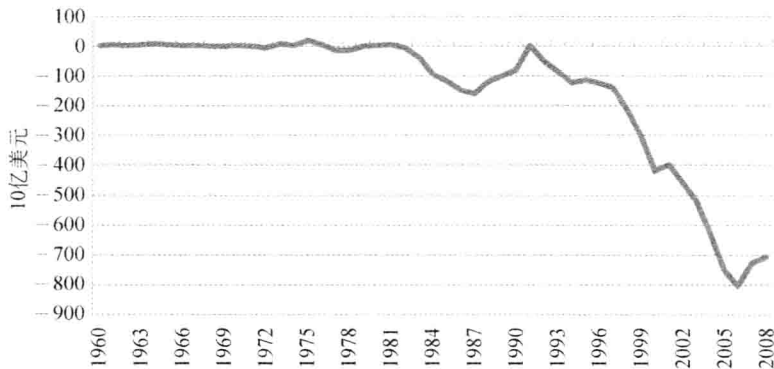


图1 美国经常账户赤字的绝对规模

资料来源: US Bureau of Economic Analysis (BEA)。

在美元本位制下,尽管发达国家大多实施浮动汇率制度,但对于很多新兴市场国家和发展中国家(尤其是东亚新兴市场经济体)而言,它们依然选择实施事实上(De Facto)的盯住美元汇率制。外围国家实施盯住美元汇率制的主要原因包括:第一,这类国家普遍实施出口导向的经济发展战略,为了降低汇率波动对出口商品价格竞争力的冲击,这些国家普遍选择了盯住主要国际计价货币(美元)的汇率制度。此外,为了提升本国产品贸易竞争力,这些国家存在普遍的本币汇率低估;第二,外围国家一般缺乏成熟的金融市场,这些国家既不能以本币对外借债,甚至在国内也难以获得长期贷款,因此这些国家的银行体系存在货币与期限的双重错配,即银行的负债方是美元短期借款,而资产方是本币长期贷款。Eichengreen 和 Hausmann 在 1999 年《汇率与金融稳定》一文中称,这种金融体系的原罪(Original Sin)使得外围国家不愿意采用浮动汇率制度,因为汇率大幅波动可能导致银行体系的破产。

根据国际经济学中的三元悖论,在资本自由流动条件下,既然外围国家选择了盯住美元的汇率制度,它们就不得不放弃独立自主的货币政策。例如,当美联储下调联邦基金利率时,为防止本币对美元升值,外围国家也必须相应调低基准利率。这就意味着,美国货币政策的变动给其他国

家货币政策造成了显著的溢出效应 (Spillover Effect) 或者外部性 (Externality)。Devereux 等在 2003 年《美元本位下的全球货币政策》一文中分析了全球美元本位制下货币政策的制订。假定所有贸易品均由美元定价,这就产生了一种不对称性,即汇率变动对美国 CPI 的传递效应 (Pass-through Effect) 是零,而对其他国家 CPI 的传递效应为正。在这种环境下,美国在制订货币政策时不必明显地考虑汇率的波动性,而其他国家必须给汇率波动性一个较高权重。在美国与其他国家进行货币政策博弈的纳什均衡中,美国的偏好是占有策略,最终均衡等于美国独立制订全球货币政策。

2. 不可持续的全球国际收支失衡

进入 21 世纪以来,全球国际收支失衡 (Global Imbalance) 日益成为困扰美元本位制的突出问题。随着经济与金融全球化的深入发展,外围国家对全球储备货币的需求日益增加,而外围国家只能通过商品与服务贸易的顺差来获得全球储备货币,这就造成新兴市场国家与发展中国家形成了持续的经常账户盈余,而美国则形成了持续的经常账户赤字。如图 2 所示,在 2001 年至 2008 年期间,美国存在持续的经常账户赤字,亦

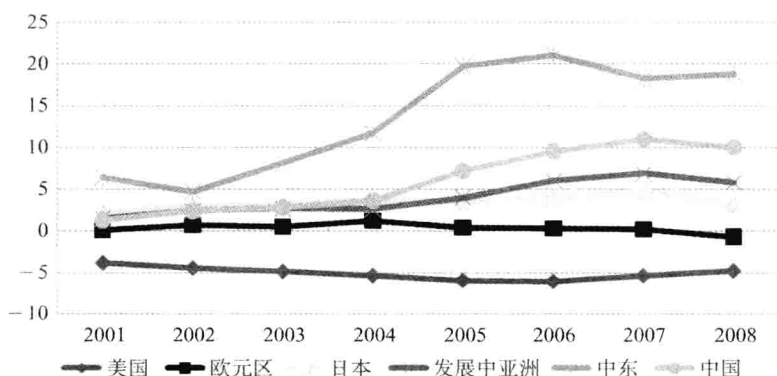


图 2 全球国际收支失衡的分布状况

资料来源:IMF: World Economic Outlook, April 2009。

字规模在 2006 年达到占 GDP6.0% 的峰值;亚洲新兴市场经济体与中东石油输出国存在持续的经常账户盈余,且中东国家经常账户失衡的程度远超过亚洲新兴市场经济体;尽管在欧元区内部,德国、荷兰等国家存在持续的经常账户盈余,西班牙、葡萄牙、希腊等国家存在持续的经常账户赤字,但欧元区从整体上而言处于经常账户基本平衡的状态。

关于全球国际收支失衡的成因,存在两种相互对立的观点。Freund 在 2000 年《工业化国家的经常项账户调整》一文中认为,美国国内的储蓄率下降和投资率上升造成了美国的经常账户赤字。美国人口结构的老龄化、持续经济增长导致居民对未来收入的预期提高,以及近年来美国房地产市场繁荣带来的财富效应,共同导致了美国居民储蓄率的下降。自从布什政府上台以来,政府预算迅速从盈余转变为赤字,导致美国政府储蓄率的下降。美国 1990 年代后期的互联网泡沫以及 2000 年代中期的房地产泡沫导致美国国内投资率上扬,从而导致作为储蓄投资差额的经常账户赤字不断扩大。对应的,Bernanke 在 2005 年《全球的储蓄过剩与美国经常项账户赤字》一文观点则认为,东亚国家和石油输出国的储蓄过剩(Saving Glut)造成了美国的经常账户赤字。东亚国家向来具有很高的居民储蓄率,在 1997 年东南亚金融危机之前,东亚国家的投资率更高,从而整体上存在经常账户赤字。但在东南亚金融危机之后,东亚国家(除中国外)的投资率迅速下降,而且这一期间东亚国家的政府储蓄率也显著上升。以上因素导致东亚国家的国内储蓄大于国内投资。东亚国家的过剩储蓄主要流向了美国,压低了美国金融市场的长期利率,推动了美国房地产市场的繁荣,房价上涨的财富效应刺激了美国居民的过度消费,从而降低了美国的居民储蓄率。低利率同时也给政府带来了为财政赤字进行低成本融资的机会,从而降低了政府储蓄率。美国国内总储蓄率的降低造成了持续的经常账户赤字。我们认为,上述两种观点均具备一定程度的合理性,全球国际收支失衡是美国过度消费与顺差国储蓄过剩共同造就的。